

---

## Wachstums- und Inflationsaussichten im Vordergrund<sup>1</sup>

Das verheerende Erdbeben, der zerstörerische Tsunami und die damit verbundene Nuklearkrise von Anfang März in Japan lösten einen verbreiteten, aber kurzlebigen Rückzug der Anleger in weniger riskobehaftete Aktiva aus. Als die Unsicherheit über die wirtschaftlichen Folgen dieser Ereignisse nachliess, richtete sich die Aufmerksamkeit der Anleger erneut auf die weltweiten Wachstums- und Inflationsaussichten sowie auf mögliche geldpolitische Reaktionen. Im Mai trübte die Besorgnis über die europäische Staatsschuldenkrise und über die breiteren Auswirkungen einer etwaigen Umschuldung durch Griechenland zunehmend die Anlegerstimmung.

Als sich im Berichtszeitraum die globalen Wachstums- und Inflationsaussichten abschwächten, gaben die Anleiherenditen in den wichtigsten entwickelten Volkswirtschaften nach. Die Preise zahlreicher Rohstoffe stabilisierten sich auf hohem Niveau oder sanken sogar, was wiederum die kurzfristigen Inflationsaussichten dämpfte. Die Anleger rechneten weiterhin mit einem starken Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften, reduzierten aber ihre Wachstumserwartungen für die USA. Die Wachstumsaussichten für andere wichtige fortgeschrittene Volkswirtschaften blieben verhalten. Das starke Wachstum und der anhaltende Inflationsdruck aufgrund früherer Rohstoffpreissteigerungen gaben in verschiedenen aufstrebenden Volkswirtschaften Anlass zu einer weiteren Straffung der Geldpolitik. Das zunehmende Wachstums- und Zinsgefälle zwischen aufstrebenden und entwickelten Volkswirtschaften löste einen breit angelegten Wertverlust des US-Dollars sowie Kapitalzuflüsse in Anleihen und Aktien aufstrebender Volkswirtschaften aus.

Im Laufe der Zeit wuchs die Besorgnis der Marktteilnehmer, dass die Staatsschulden Griechenlands umgeschuldet werden könnten. Dies wiederum liess befürchten, dass eine solche Umschuldung zu beträchtlichen Verlusten für europäische Banken führen könnte. Die Sorge über eine dadurch ausgelöste Verlangsamung des Wirtschaftswachstums schlug sich im Mai in einer deutlichen Abwertung des Euro nieder.

---

<sup>1</sup> Dieser Artikel wurde von der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der BIZ verfasst. Die Analyse deckt den Zeitraum bis zum 25. Mai 2011 ab. Fragen zu diesem Kapitel können an [jacob.gyntelberg@bis.org](mailto:jacob.gyntelberg@bis.org), [nick.vause@bis.org](mailto:nick.vause@bis.org) oder [goetz.von.peter@bis.org](mailto:goetz.von.peter@bis.org) gerichtet werden. Fragen zu Daten und Grafiken sind an [magdalena.erdem@bis.org](mailto:magdalena.erdem@bis.org) oder [garry.tang@bis.org](mailto:garry.tang@bis.org) zu richten.

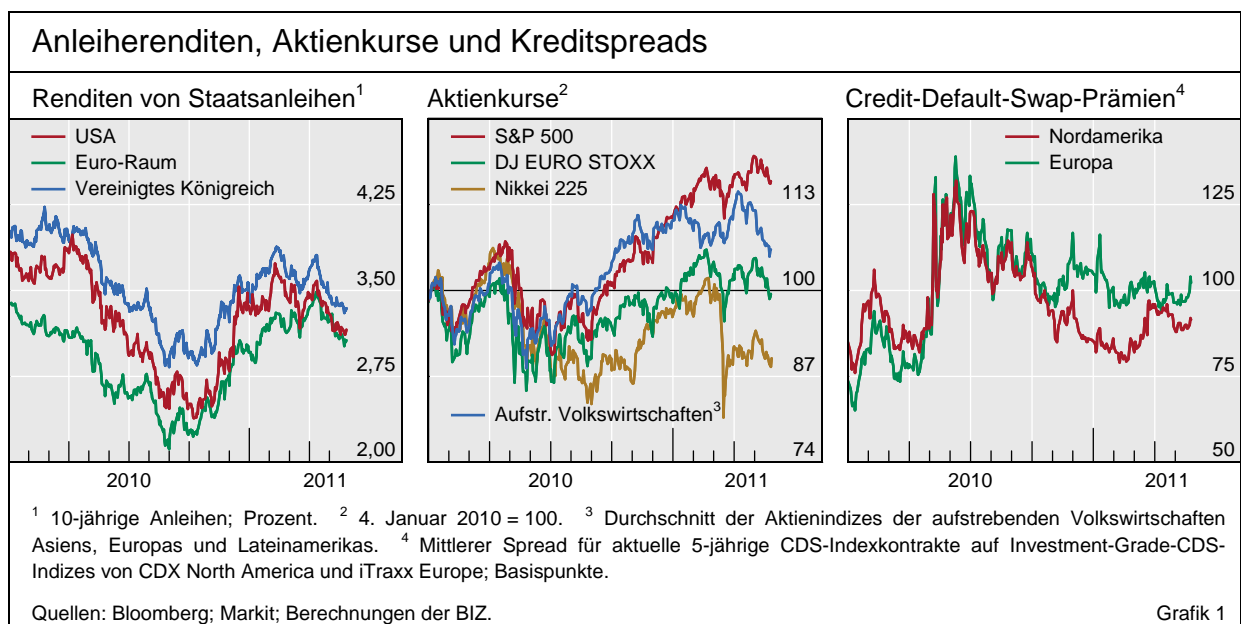
## Nach Erdbebenschock Fokus auf globales Wachstum und Inflation

Das verheerende Erdbeben vom 11. März in Japan, der dadurch ausgelöste Tsunami und die anschliessende Nuklearkrise führten zu einer kurzzeitigen, aber verbreiteten Flucht in sichere Anlagen. In den Tagen unmittelbar nach dem Erdbeben brachen die internationalen Aktienindizes ein, und die Staatsanleiherenditen in allen wichtigen entwickelten Ländern gingen zurück, da die Anleger zu weniger risikobehafteten Anlagen wechselten (Grafik 1). Die ersten Tage nach der Katastrophe waren geprägt von Unsicherheit darüber, wie stark sie sich auf die Wirtschaft auswirken würde und wie dies wiederum die Anlageerträge beeinflussen würde. Dies trieb die implizite Volatilität an den internationalen Anleihe-, Aktien- und Kreditmärkten in die Höhe (Grafik 2). Dieser Trend kehrte sich jedoch weitgehend um, als die Unsicherheit nachliess und die japanischen und internationalen Entscheidungsträger auf die Ereignisse reagierten. Mitte April notierten sowohl internationale als auch nichtjapanische asiatische Aktienindizes rund 5% höher als unmittelbar vor dem Erdbeben.

Infolge des Erdbebens in Japan kurzzeitige Flucht in sichere Anlagen ...

Dennoch führte das Erdbeben zu dauerhafteren Verlusten in bestimmten Segmenten der Finanzmärkte, insbesondere am japanischen Aktienmarkt. Ende Mai, fast drei Monate nach der Katastrophe, lagen die Aktienkurse japanischer Versorgungs- und Finanzunternehmen um rund 45% bzw. 15% tiefer als vor dem Erdbeben. Darin spiegelte sich die Einschätzung der Anleger wider, dass sich die Zukunftsaussichten der Nuklearenergie in Japan stark verschlechtert haben und dass die Katastrophe Versicherungs- und Kreditverluste nach sich ziehen dürfte. Auch die entsprechenden Indizes für japanische Konsumgüter und Dienstleistungsanbieter blieben etwas unter ihrem Stand vor dem Erdbeben. Auf internationaler Ebene gehörten Nuklearenergieunternehmen und Versicherungsgesellschaften in der Regel zu den am stärksten betroffenen Branchen. Ihr Marktwert blieb unter dem vor dem Erdbeben verzeichneten Niveau. Die Bewertungen in anderen Sektoren hingegen erholten sich im Allgemeinen. Die Auswirkungen des Erdbebens und des Tsunami in Japan werden im Kasten am Schluss dieses Kapitels eingehender erörtert.

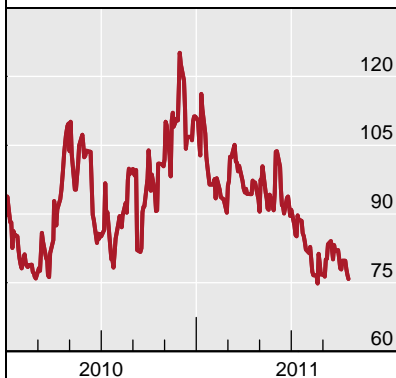
... und dauerhaftere Verluste an bestimmten Märkten



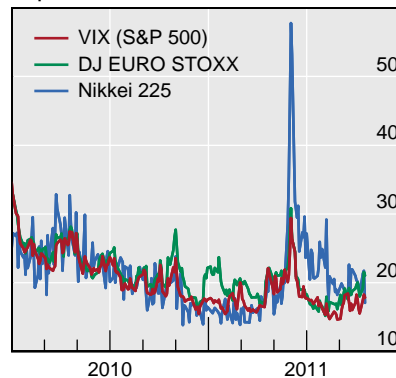
Grafik 1

## Volatilität an Anleihe-, Aktien- und Kreditmärkten

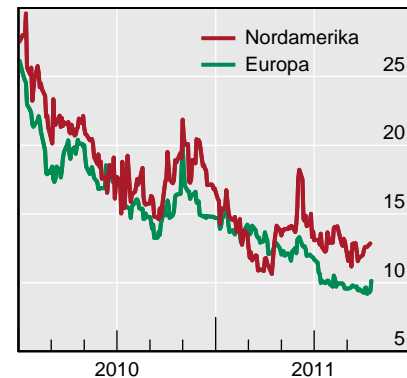
Durch Anleiherenditen implizierte Volatilität<sup>1</sup>



Durch Aktienmarktindizes implizierte Volatilität<sup>2</sup>



Durch CDS-Indizes implizierte Volatilität<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Index Merrill Lynch Option Volatility Estimate; US-Schatzanleihen. <sup>2</sup> Durch den Preis von Call-Optionen auf Aktienmarktindizes am Geld implizierte Volatilität; Prozent. <sup>3</sup> Durch den Preis von 1- bis 4-monatigen Optionen auf CDS-Indizes (CDX High Yield; iTraxx Crossover) am Geld implizierte Volatilität; Basispunkte.

Quellen: Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase.

Grafik 2

Langsameres  
Wachstum belastet  
Anleihemärkte ...

Die Wachstums- und Inflationserwartungen rückten in den Vordergrund, als die unmittelbaren Auswirkungen des Erdbebens in Japan auf die Finanzmärkte langsam nachliessen. In den USA gingen die Renditen von Staatsanleihen zurück, als die Marktteilnehmer ihre Wachstumsprognosen nach unten korrigierten und ihre Erwartungen bezüglich einer geldpolitischen Straffung weiter in die Zukunft verschoben. In anderen entwickelten Ländern fielen die Renditen ebenfalls (Grafik 1 links). Dadurch kehrte sich der Trend der vergangenen sechs Monate um.

... Aktienmärkte ...

Mit Japan als bedeutender Ausnahme blieben die wichtigsten internationalen Aktienindizes im Berichtszeitraum weitgehend unverändert (Grafik 1 Mitte). Sie stiegen und sanken ungefähr im Gleichschritt mit den Renditen von Staatsanleihen. Darin zeigt sich, dass sie von den gleichen Einflussfaktoren bestimmt wurden. Die zunehmenden Bedenken hinsichtlich der Verschuldung des öffentlichen Sektors schienen zudem in einigen Ländern auf die Aktienkurse zu drücken. Die im Mai stark wachsende Besorgnis über die Staatsverschuldung Griechenlands, Irlands und Portugals (s. letzten Abschnitt) belastete die Aktienkurse europäischer Banken mit grossen Positionen in Staatsanleihen dieser Länder. Offenbar wirkte sich diese Besorgnis auch allgemeiner negativ auf die Aktienkurse aus: Der Index DJ EURO STOXX gab im Mai um mehr als 5% nach, da immer stärker mit einer Haushaltskonsolidierung im Euro-Raum gerechnet wurde; die Anleger erachteten diese als Belastung für das kurzfristige Wirtschaftswachstum. In den USA setzte Standard & Poor's am 18. April den Ausblick für das AAA-Rating von US-Staatsanleihen auf negativ herab, mit Verweis auf die Notwendigkeit einer Haushaltskonsolidierung.

... und Kreditmärkte

Die Veränderungen der Kreditspreads waren im Berichtszeitraum gering, aber mit gewissen regionalen Unterschieden (Grafik 1 rechts). Die Prämien auf Credit-Default-Swaps nordamerikanischer Unternehmen stiegen, während diejenigen für europäische Unternehmen weitgehend unverändert blieben oder zurückgingen, und zwar sowohl für Investment-Grade-Schuldtitel als auch für

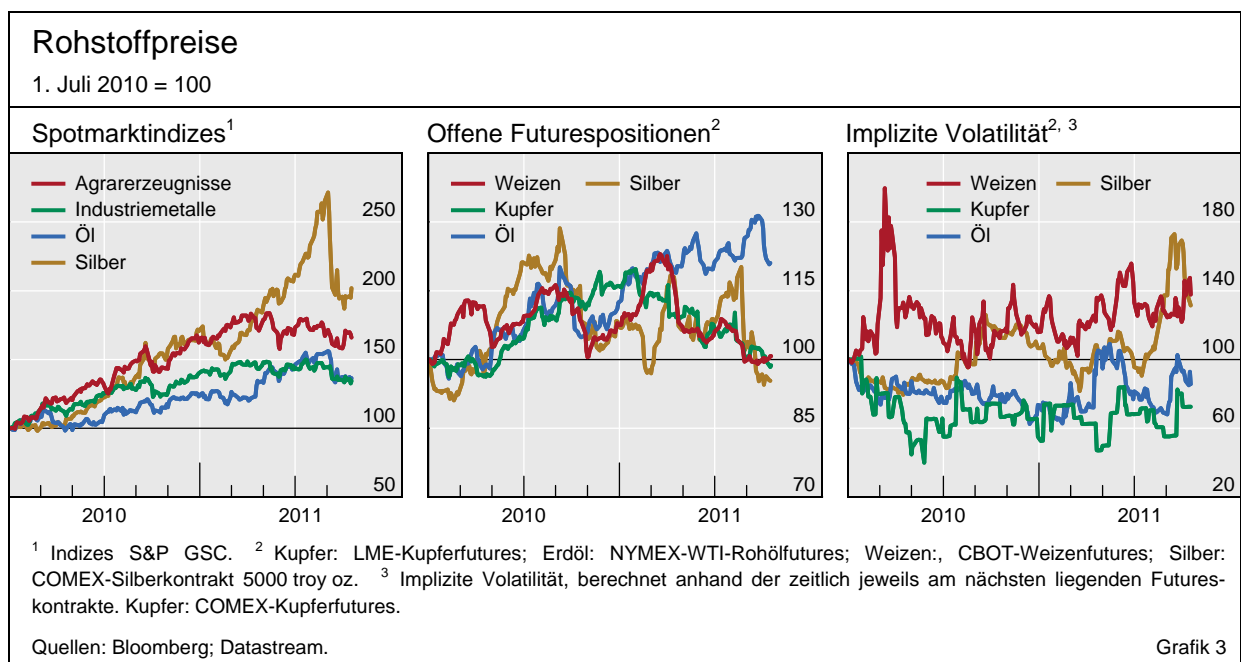
Titel schlechterer Bonität. Dies dürfte auf unterschiedliche Trends bei den Wachstumserwartungen in den beiden Regionen im Berichtszeitraum zurückzuführen sein. Der Median der Prognosen für das US-Wachstum 2011 sank um rund 25 Basispunkte, während die Wachstumserwartungen für Europa im Wesentlichen unverändert blieben. Ein weiterer Faktor könnte das nahende Ende des von der Federal Reserve lancierten zweiten Programms zum Ankauf von Aktiva sein, was Anlass zu Befürchtungen gab, dass sich die steigenden Renditen von US-Schatzanleihen negativ auf die Kurse risikoreicher Anlagen auswirken könnten.

### Abrupter Rückgang der Rohstoffpreise

Die Preise verschiedener Rohstoffe gingen Anfang Mai drastisch zurück (Grafik 3 links). Damit kehrte sich der Aufwärtstrend der beiden Vorjahre um. Doch bereits vor dem überraschend starken Rückgang hatte sich der Preisanstieg verlangsamt. Die Serie von schlechten Ernten, die in den neun Monaten bis März 2011 zu einer Verdopplung der Preise von Agrarerzeugnissen geführt hatte, fand ein Ende, was zu einer Stabilisierung der Preise beitrug. Die schwächere Industrieproduktion nach dem Erdbeben in Japan dämpfte die Preise von Industriemetallen.

Drastischer Rückgang der Rohstoffpreise im Mai ...

Die wichtigste Ausnahme bei der Stabilisierung der Rohstoffpreise bildete Öl. Da infolge der politischen Spannungen die Öllieferungen aus Libyen unterbrochen wurden, stiegen die Ölpreise von März bis Anfang Mai um rund 10%, und zwar trotz einer Zusage der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) Anfang März, diesen Engpass durch grössere Fördermengen auszugleichen. Dennoch dürfte diese Zusage zu einem Rückgang der impliziten Volatilität der Erdölpreise im März beigetragen haben. Die Unsicherheit in Bezug auf die Zukunft der Nuklearenergie nach der Katastrophe in Japan trieb die Ölpreise im Berichtszeitraum ebenfalls nach oben.



Grafik 3

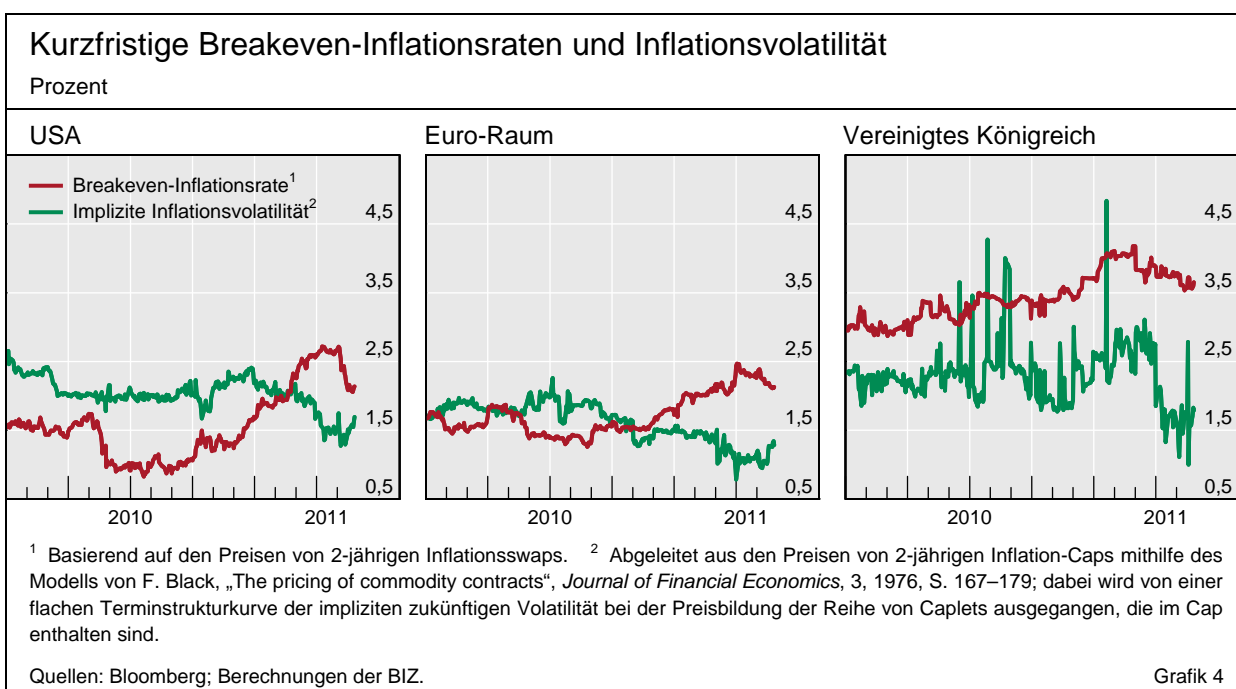
... und Rückzug der Finanzinvestoren

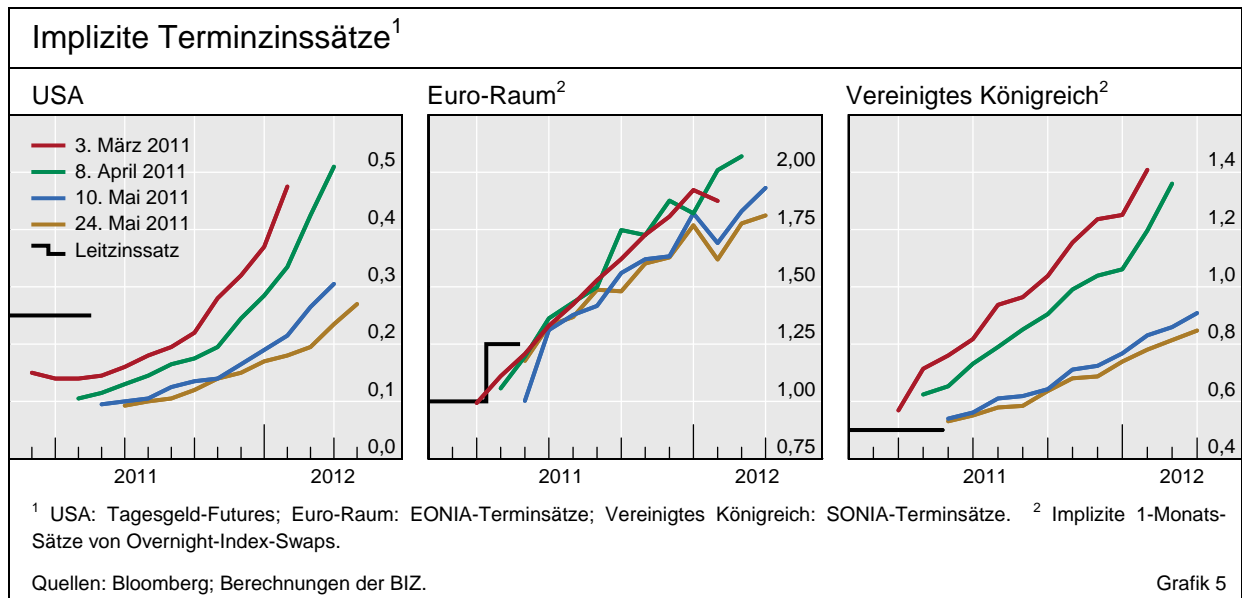
Die Preise der meisten Rohstoffe brachen Anfang Mai innerhalb weniger Tage ein. Die Silberpreise fielen um 30%, während die Ölpreise im selben Zeitraum um 10% nachgaben. An beiden Märkten verstärkten steigende Nachschussverpflichtungen die anfänglichen Preisrückgänge erheblich. Der Preisanstieg der vergangenen Monate war mit umfangreichen Investitionen durch Finanzinvestoren einhergegangen; diese waren auf der Suche nach Anlagen, die bei einer weltweiten Inflation an Wert gewinnen würden. Die offenen Positionen in Rohstoff-Futures – dem wichtigsten Instrument der Anleger für ein Engagement in Rohstoffpreisen – nahmen deutlich zu, insbesondere am Silbermarkt. Als nach negativen Wirtschaftsnachrichten aus den USA und Deutschland Anfang Mai der weltweite Inflationsdruck geringer eingeschätzt wurde, veranlasste dies möglicherweise einige Anleger, ihre Positionen glattzustellen. Die offenen Positionen in Silberfutures fielen am 6. Mai um 15% (Grafik 3 Mitte). Seither ist die implizite Volatilität von Silber stark gestiegen. Dies lässt vermuten, dass die Marktteilnehmer das Risiko eines weiteren Preiszerfalls sehen (Grafik 3 rechts). Demgegenüber ist die implizite Volatilität der Ölpreise im Vergleich zum Niveau der letzten Monate nicht besonders hoch.

### Anleihemärkte, Inflationsaussichten und Wechselkurse

Moderatere kurzfristige Inflationsaussichten ...

Im gesamten Berichtszeitraum konzentrierten sich die Anleger und die öffentlichen Entscheidungsträger weiterhin auf die Auswirkungen der aktuellen und vergangenen Veränderungen beim Wachstum und bei den Rohstoffpreisen auf die Inflation. Obwohl Zentralbanken weltweit nach wie vor unterschiedliche Wachstumsaussichten für ihre Volkswirtschaften verzeichneten, deuteten die Preise an den Anleihemärkten darauf hin, dass die kurzfristigen Inflationserwartungen von Anfang März bis Ende Mai in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften etwas zurückgingen. Als sich die





Wachstumserwartungen ab April abschwächten, fielen auch die vom Markt implizierten kurzfristigen Inflationsraten für die USA, den Euro-Raum und das Vereinigte Königreich (Grafik 4). Im selben Zeitraum legte sich die zu Beginn des Jahres entstandene Unsicherheit bezüglich der Inflationsentwicklung etwas. Die kurzfristige implizite Inflationsvolatilität, die sich aus den Preisen der 2-jährigen Inflationsoptionen ableiten lässt, tendierte im Berichtszeitraum weitgehend abwärts, insbesondere in den USA (Grafik 4).

... und nachlassende Unsicherheit in Bezug auf die Inflation

Die Marktteilnehmer verschoben den erwarteten Zeitpunkt der ersten Erhöhung der Leitzinsen in den USA und im Vereinigten Königreich weiter in die Zukunft. Die Federal Reserve belies den Tagesgeldzielsatz während des gesamten Berichtszeitraums unverändert, obwohl die vom Markt für die nahe Zukunft implizierte Inflation bis Mitte April stieg. Aufgrund der moderateren kurzfristigen Inflationsaussichten sowie des an einer erstmalig abgehaltenen Pressekonferenz nach einer Sitzung des Offenmarktausschusses am 27. April erneut abgegebenen Versprechens, die Zinsen noch länger tief zu halten, bewerteten die Anleger die Wahrscheinlichkeit einer frühzeitigen Erhöhung der Zinsen neu. Ende Mai deuteten die vom Markt implizierten Terminzinssätze darauf hin, dass die Marktteilnehmer davon ausgingen, die Leitzinsen würden bis Ende 2011 unverändert bleiben (Grafik 5 links). Der von der Federal Reserve in der April-Sitzung gefasste Entschluss, an einer lockeren Geldpolitik festzuhalten, führte zudem zu einem Rückgang der Renditen von US-Staatsanleihen und zu einer Schwächung des US-Dollars. Die Ölpreise und Aktienkurse hingegen stiegen, sodass die Referenzindizes für Aktien auf das nahezu höchste Niveau seit drei Jahren kletterten.

Anleger rechnen mit späterer Leitzinserhöhung in den USA und im Vereinigten Königreich

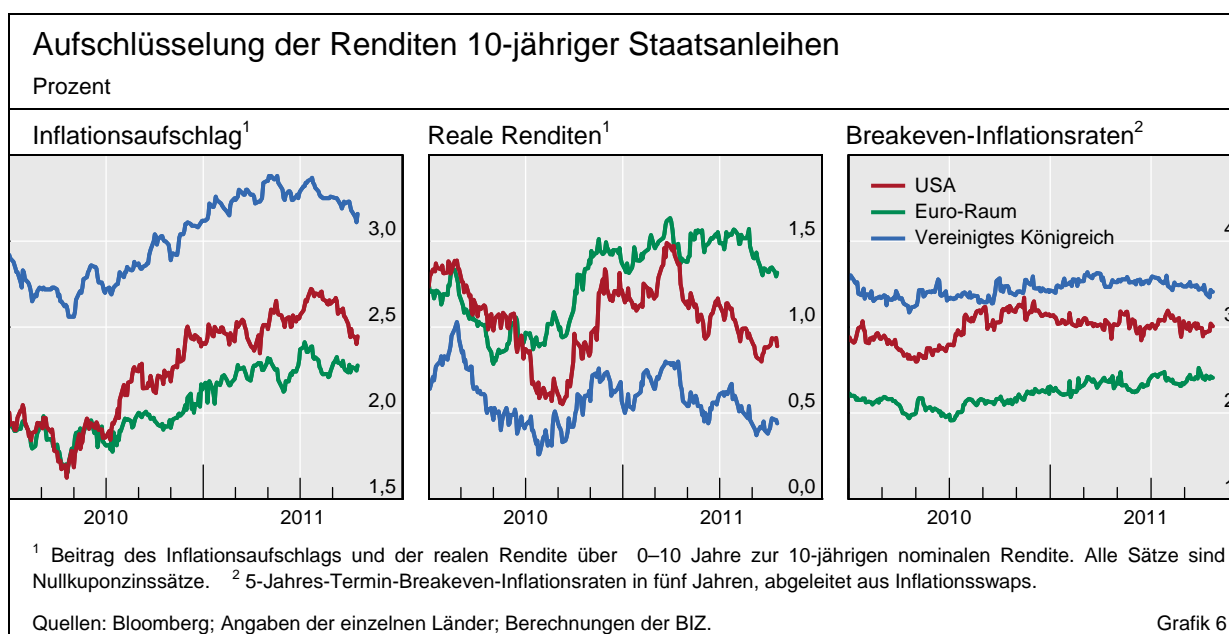
Die Marktteilnehmer revidierten auch ihre Erwartungen im Hinblick auf den Zeitpunkt, zu dem die Bank of England auf die steigende Inflation reagieren und die Leitzinsen anheben könnte. Die vom Markt implizierten Terminzinssätze deuten darauf hin, dass die Anleger fest mit einer Zinserhöhung anlässlich der Sitzung des geldpolitischen Ausschusses Anfang März rechneten (Grafik 5 rechts). Als diese Erhöhung ausblieb, verschoben sie den erwarteten

Zeitpunkt der ersten Zinsanhebung weiter in die Zukunft. In den darauf folgenden Monaten korrigierten die Marktteilnehmer ihre Erwartungen angesichts des nachlassenden Inflationsdrucks erneut.

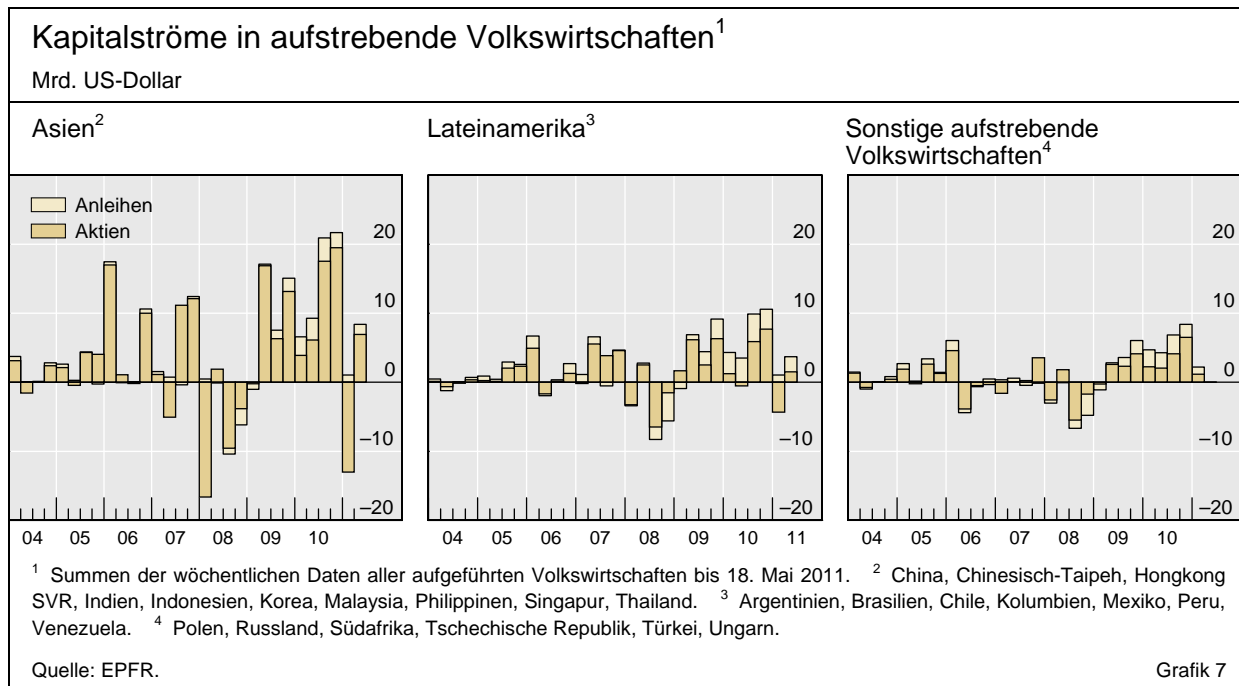
In Europa verstärkten die Anzeichen einer solideren Erholung zu Beginn des Berichtszeitraums die Erwartungen, dass die Inflation ein ausreichend hohes Niveau erreicht habe, um die EZB zu Leitzinserhöhungen zu veranlassen (Grafik 5 Mitte). Dies stand im Gegensatz zu dem während fast des ganzen Jahres 2010 beobachteten Szenario, als der voraussichtliche Zeitpunkt der Zinserhöhungen immer wieder hinausgeschoben wurde. Anfang März deuteten die impliziten Terminzinssätze darauf hin, dass die erste Zinserhöhung im Euro-Raum im April erfolgen dürfte. Erwartungsgemäss erhöhte die EZB am 7. April den Hauptrefinanzierungszinssatz um 25 Basispunkte auf 1,25%. Die Erhöhung war in Reden angedeutet worden, und die Terminzinsentwicklungen im März zeigten, dass dieser Schritt von den Marktteilnehmern weitgehend antizipiert wurde. Mitte Mai dann wiesen die impliziten Terminzinssätze darauf hin, dass mit der nächsten Zinsanhebung durch die EZB im Juli zu rechnen sei. In seiner Mai-Sitzung belies der EZB-Rat den Leitzinssatz auf seinem neuen Niveau, das die EZB als „nach wie vor akkommodierend“ bezeichnete.

Rückläufige reale Anleihezinssätze

Aufgrund der schwächeren Erholung und der gleichzeitigen Aussicht auf einen Aufschub der geldpolitischen Straffung gingen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften die Renditen langfristiger Staatsanleihen zurück. Im Falle des Vereinigten Königreichs spiegelten die sinkenden nominalen Renditen sowohl einen allmählichen Rückgang des Inflationsaufschlags als auch rückläufige reale Zinsen wider (Grafik 6 links und Mitte). Demgegenüber war der Rückgang der 10-jährigen nominalen Renditen im Euro-Raum und in den USA in erster Linie auf rückläufige reale Renditen zurückzuführen. Die vom Anleihemarkt implizierten Inflationserwartungen für den Euro-Raum, das Vereinigte Königreich und die USA schliesslich blieben stabil (Grafik 6 rechts).







Per saldo waren die Anleger also offenbar der Auffassung, dass die von den Futuresmärkten bereits antizipierte, sehr langsame Normalisierung der Geldpolitik immer noch mit einer stabilen längerfristigen Inflation in Einklang stand.

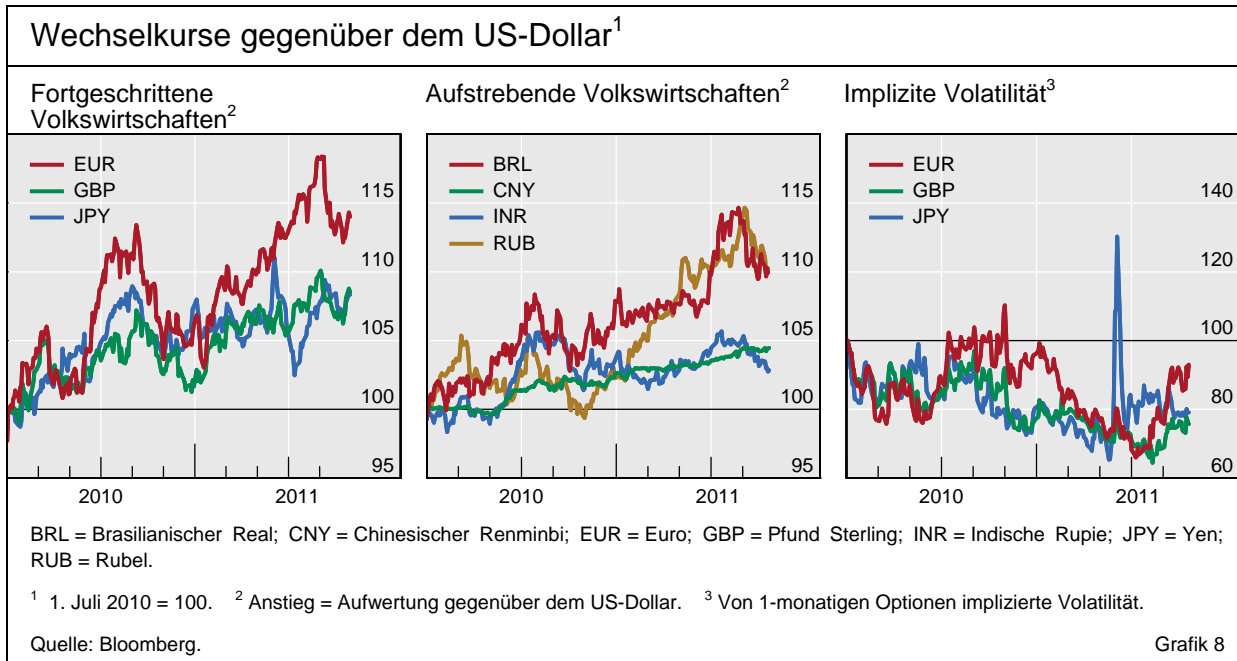
In den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften verfolgte die Geldpolitik einen völlig anderen Kurs als in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Die Zentralbanken von China, Indien, Brasilien und mehreren anderen aufstrebenden Volkswirtschaften strafften angesichts des von den Rohstoffmärkten ausgehenden Inflationsdrucks und der kräftigen Konjunktur allesamt die Geldpolitik. Die People's Bank of China hob die Mindestreserveanforderungen im Berichtszeitraum weiter an, und zwar um insgesamt 150 Basispunkte, sodass sich die Quote mittlerweile auf 21% beläuft. Die Reserve Bank of India erhöhte ihren Repo-Satz um insgesamt 75 Basispunkte auf 7,25%. Die brasilianische Zentralbank schliesslich erhöhte den SELIC-Zielsatz auf 12%. Die realen Leitzinsen blieben aber dennoch in mehreren Ländern unter null.

Straffere Geldpolitik in aufstrebenden Volkswirtschaften

Die Veränderungen der Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften und die Wechselkursschwankungen lassen sich teilweise durch den unterschiedlichen geldpolitischen Kurs und das Wachstumsgefälle zwischen aufstrebenden und fortgeschrittenen Volkswirtschaften erklären. Anleihe- und Aktienfonds aufstrebender Volkswirtschaften verzeichneten im April und Mai Zuflüsse, nachdem im ersten Quartal 2011 Kapital abgeflossen war (Grafik 7). Der US-Dollar wertete während fast des ganzen Berichtszeitraums gegenüber vielen Währungen ab (Grafik 8 links und Mitte).

Grosses Wachstums- und Zinsgefälle beeinflusst Kapitalflüsse und Devisenmärkte





## Erneute Sorgen über Staatsverschuldung an den Staatsanleihemärkten des Euro-Raums

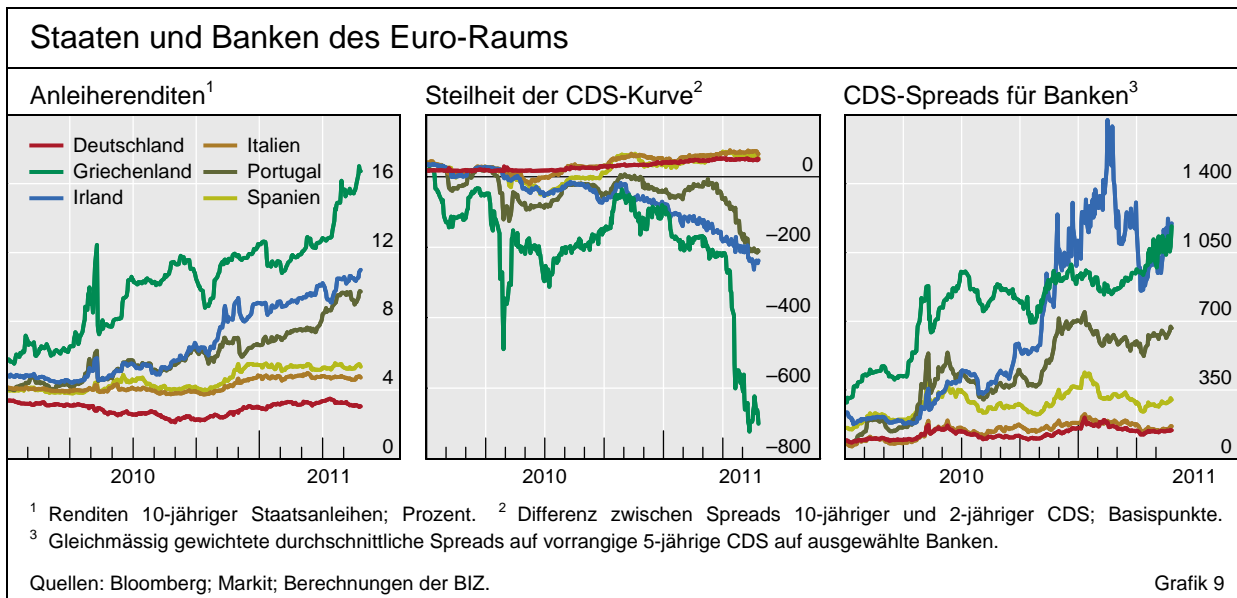
Erneut Besorgnis über Staatsverschuldung

Die Anleger richteten ihre Aufmerksamkeit erneut auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte im Euro-Raum – insbesondere in Griechenland, Irland und Portugal. Im April und im Mai stiegen die Renditen griechischer, irischer und portugiesischer Staatsanleihen, in erster Linie aufgrund einer schlechteren Einschätzung der Rückzahlungsfähigkeit dieser Länder (Grafik 9 links). Zudem weiteten sich die CDS-Spreads öffentlicher Schuldtitel über den ganzen Berichtszeitraum hinweg vor allem am kürzeren Ende des Laufzeitenspektrums aus (Grafik 9 Mitte). Diese Entwicklung steht mit der Einschätzung im Einklang, dass die Anleger das Eintreten eines Kreditereignisses in naher Zukunft für wahrscheinlicher hielten.<sup>2</sup>

Starke Ausweitung von CDS-Spreads ...

Die grossen Ratingagenturen stuften alle drei Länder im Berichtszeitraum herab. Die Kosten von Kreditabsicherungen für Staatsschuldtitel stiegen im April. So schoss der Spread der Credit-Default-Swaps auf einjährige Staatsschuldtitel für Griechenland auf über 2 000 Basispunkte hoch, für Irland auf 800 Basispunkte und für Portugal auf 720 Basispunkte. Wenngleich CDS-Spreads als Indikatoren für Kreditausfälle nicht unbedingt zuverlässig sind, untermauerte der rasche Anstieg der Spreads im kurzfristigen Bereich die zunehmenden Bedenken der Anleger hinsichtlich der Aussichten für die nahe Zukunft. Durch die wiederholte Verfehlung der Zielvorgaben für die griechische Defizitquote trübte sich die negative Stimmung der Anleger weiter ein, sodass die Anleiherenditen innerhalb weniger Wochen deutlich anzogen.

<sup>2</sup> In CDS-Verträgen werden unter anderem der Verzug fälliger Zahlungen und unfreiwillige Umschuldungen als Kreditereignisse definiert.



Am 6. April beantragte Portugal angesichts seines hohen Haushaltsdefizits und der anhaltenden Konjunkturflaute als dritter Staat des Euro-Raums finanzielle Unterstützung. Der Antrag wurde nach der Ablehnung eines haushaltspolitischen Sparprogramms durch das portugiesische Parlament und dem Rücktritt des Premierministers am 23. März gestellt, woraufhin die Renditen portugiesischer Staatsanleihen erheblich anstiegen.

Auch nach der erfolgreichen Aushandlung eines Dreijahresprogramms für Portugal blieben die Kreditspreads erhöht. Zwar schlugen sich sowohl in den Anleiherenditen als auch in den Kreditspreads weiterhin erhebliche Bedenken der Anleger nieder, doch zeigten sie gleichzeitig an, dass die Marktteilnehmer die Kreditwürdigkeit der einzelnen Euro-Länder differenzierter beurteilten. Bis Ende Mai war diese Differenzierung vor allem betreffend Italien und Spanien zu beobachten, wo der Renditenaufschlag gegenüber deutschen Staatsanleihen über weite Strecken relativ stabil blieb. Im Falle Spaniens dürfte dies auf die als erfolgreich eingestufte Umsetzung von Haushaltsanpassungen und Bankreformen zurückzuführen sein. Dank Fortschritten bei der Konsolidierung der spanischen Sparkassen („cajas“) lässt sich ausserdem deren Rekapitalisierungsbedarf besser abschätzen, wodurch sich die Unsicherheit für die Anleger verringert hat.

... trotz politischer Anstrengungen

Auch in Irland war eine positive Entwicklung zu verzeichnen. Hier ergaben die Ende März angeordneten Stresstests für die irischen Banken einen Rekapitalisierungsbedarf von €24 Mrd.; er fiel damit deutlich niedriger aus als im Hilfsprogramm ursprünglich vorgesehen. Der Staatsanleihemarkt reagierte verhalten positiv auf die Veröffentlichung der Testergebnisse, und die CDS-Spreads für Banken verringerten sich (Grafik 9 rechts), was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer die Stresstests als glaubwürdig erachteten.

Gleichzeitig stellte die Entwicklung in Griechenland sowohl die Politik als auch die Anleger vor neue Probleme. Bis Mitte Mai schossen sowohl die Renditen griechischer Staatsanleihen als auch die CDS-Spreads des Landes auf neue Rekordwerte hoch, weil die Marktteilnehmer wohl auf kurze Sicht mit einer freiwilligen Umschuldung rechneten. Diese Einschätzung spiegelte

Sorge um griechische Staatsverschuldung erreicht neuen Höhepunkt

teilweise Äusserungen europäischer Entscheidungsträger wider, wenngleich keine formellen Beschlüsse gefasst worden waren und die Prüfung des griechischen Programms noch nicht abgeschlossen war. Gegen Ende Mai trübte die Besorgnis über die europäische Staatsschuldenkrise und über die breiteren Auswirkungen einer etwaigen Umschuldung durch Griechenland zunehmend die Anlegerstimmung.

Bei den Banken im Euro-Raum schlug sich die schlechtere Bonitätsbeurteilung staatlicher Emittenten nach wie vor in den Kosten und der Zusammensetzung ihrer Mittelbeschaffung nieder. Ausserdem gab es immer noch Befürchtungen im Zusammenhang mit den Engagements europäischer Banken in in- und ausländischen Staatsanleihen (s. Kapitel „Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Statistiken“). In den europäischen Ländern mit angeschlagener Haushaltlage blieben die CDS-Spreads der Banken deutlich über dem Branchendurchschnitt (Grafik 9 rechts). Hinzu kommt, dass der Zugang griechischer, irischer und portugiesischer Banken zu den privaten Finanzierungsmärkten nach wie vor beeinträchtigt ist, sodass sich ihre kleinvolumigen Emissionen auf gedeckte oder staatlich garantierte Anleihen beschränken. Diese Banken sind inzwischen von Zentralbankliquidität abhängig, über die sie 18%, 8% bzw. 7% ihrer Gesamtaktiva refinanzieren.

Die wachsende Sorge über die griechische, irische und portugiesische Staatsverschuldung zog auch den Euro-Raum insgesamt in Mitleidenschaft. Der Euro wertete im Mai gegen eine Reihe anderer Währungen ab, und die Unsicherheit über die kurzfristige Wechselkursentwicklung erhöhte sich merklich. Dies kam z.B. in der impliziten Volatilität des Euro/Dollar-Wechselkurses zum Ausdruck (Grafik 8 rechts).

Abwertung des  
Euro wegen Sorge  
über Staats-  
verschuldung

## Das Erdbeben und der Tsunami in Japan

Das Erdbeben und der Tsunami in Japan verursachten enorme Zerstörungen und menschliches Leid. Unmittelbar nach der Katastrophe brach die Wirtschaftstätigkeit aufgrund von Schäden an Gebäuden und Fabriken, Unterbrechungen der Stromleitungen und Engpässen bei der Stromversorgung ein. Neuesten Daten zufolge sind die Konsumausgaben der privaten Haushalte sowie die Produktionsleistung stark abgefallen. Die Lage wurde durch die Schäden am Kernkraftwerk von Fukushima und die resultierende Freisetzung radioaktiver Strahlung zusätzlich verschärft. Die möglichen Implikationen dieser Ereignisse für die japanische Wirtschaft sowie für die globalen Konjunkturaussichten und die weltweiten Finanzmärkte sind mannigfaltig, und es herrscht weiterhin Unsicherheit hinsichtlich der tatsächlichen Auswirkungen. Ersten Einschätzungen des japanischen Kabinettsbüros zufolge belief sich der Schaden für den Kapitalstock der Volkswirtschaft auf rund \$ 240 Mrd. und war somit mehr als doppelt so hoch wie nach dem Erdbeben von Kobe im Jahr 1995. Im ersten Quartal 2011 ging das BIP gegenüber dem vorangegangenen Quartal um 0,9% zurück. Für das ganze Jahr dürfte das BIP-Wachstum etwa 1 Prozentpunkt niedriger ausfallen als in früheren Schätzungen angenommen.

Unmittelbar nach der Katastrophe reagierten die Finanzmärkte sehr heftig (Grafik A). An der Tokioter Börse brachen die Aktienkurse in den ersten zwei Handelstagen nach dem Erbeben um fast 20% ein, und die Spreads von CDS auf japanische Staatsanleihen schnellten um 30 Basispunkte hoch, wohl im Zusammenhang mit Befürchtungen hinsichtlich der zusätzlichen Haushaltsbelastung, die der Wiederaufbau mit sich bringen würde. Auch der Devisenmarkt entwickelte sich ausgesprochen volatil. Der japanische Yen wertete gegenüber dem US-Dollar kräftig auf und erreichte am 17. März einen Höchststand von 76,3 Yen/Dollar. Diese Entwicklung dürfte von Spekulationen an den Märkten angefacht worden sein, dass japanische Versicherungsunternehmen Dollarmittel repartrieren würden, um Ansprüche in Yen bedienen zu können.

Die Bank of Japan reagierte schnell. Um eine ausreichende Liquiditätsausstattung zu gewährleisten, bot sie in der ersten Woche nach dem Erdbeben Finanzmittel in Höhe von ¥ 82,4 Bio. an, wovon ¥ 57,8 Bio. tatsächlich in den Markt flossen. Ausserdem weitete die Zentralbank ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten um ¥ 5 Bio. aus, um eine Beeinträchtigung des Wirtschaftswachstums durch eine schwindende Risikobereitschaft zu verhindern. Um der starken Aufwertung des Yen entgegenzuwirken, beschlossen das japanische Finanzministerium und die Zentralbank zusammen mit anderen G7-Ländern eine konzertierte Intervention am Devisenmarkt.

Am 6./7. April richtete die Bank of Japan eine spezielle Kreditfazilität im Umfang von ¥ 1 Bio. ein, um den Banken Mittel für die Kreditvergabe an notleidende Unternehmen in den betroffenen Gebieten zur Verfügung zu stellen, und weitete die Liste der als Sicherheiten für ihre

## Marktreaktionen auf das Tohoku-Pazifik-Erdbeben

Nikkei 225<sup>1</sup>



Yen gegen US-Dollar und Euro<sup>1,2</sup>



Spread von CDS auf japanische Staatsanleihen<sup>3</sup>



Jan. 11    Febr. 11    März 11    April 11

Vertikale Linie = Datum des Erdbebens

<sup>1</sup> 3. Januar 2011 = 100.    <sup>2</sup> Anstieg = Aufwertung des Yen.    <sup>3</sup> 5-Jahres-Spread; Basispunkte.

Quelle: Bloomberg.

Grafik A

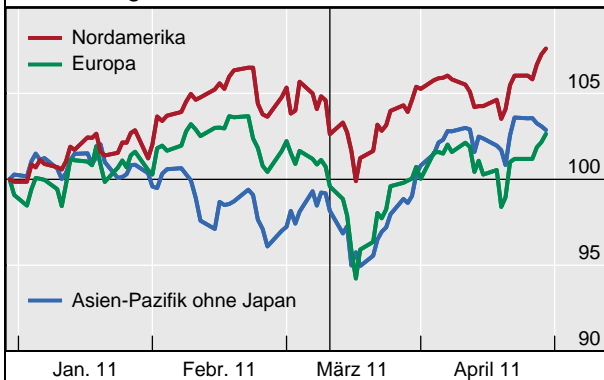
Geldmarktgeschäfte zugelassenen Wertpapiere aus. Darüber hinaus beschloss die Regierung am 22. April einen Zusatzaushalt für den Wiederaufbau in Höhe von ¥ 4 Bio. Durch diese Massnahmen wurde die Funktionsfähigkeit der Märkte trotz des gravierenden Ausmasses des Schocks gestützt. Nach ihrer ersten Reaktion beruhigten sich die Märkte rasch. Die Aktienmärkte erholten sich etwas, der Wechselkurs des Yen pendelte sich gegenüber dem US-Dollar in einer Spanne von 82-83 ein, und die Spreads von CDS auf japanische Staatspapiere verringerten sich.

Ausserhalb Japans waren die Auswirkungen auf die Finanzmärkte begrenzt und beschränkten sich weitgehend auf die Branchen, bei denen unmittelbare Beeinträchtigungen durch Störungen der Lieferkette oder direkte Verlustrisiken zu erwarten waren. Eine erhebliche Sorge an den Finanzmärkten galt dem Risiko, dass eine länger anhaltende Stromknappheit in Japan möglicherweise über die globalen Lieferketten die Industrieproduktion weltweit beeinträchtigen könnte, da Japan ein wichtiger Zulieferer für die Halbleiter- und die Automobilindustrie ist. Während sich die marktbreiten Aktienindizes also recht widerstandsfähig zeigten (Grafik B links), brachen einige Branchenindizes nach Bekanntwerden der Katastrophe stark ein und haben die Verluste seither nur teilweise wettgemacht (Grafik B rechts).

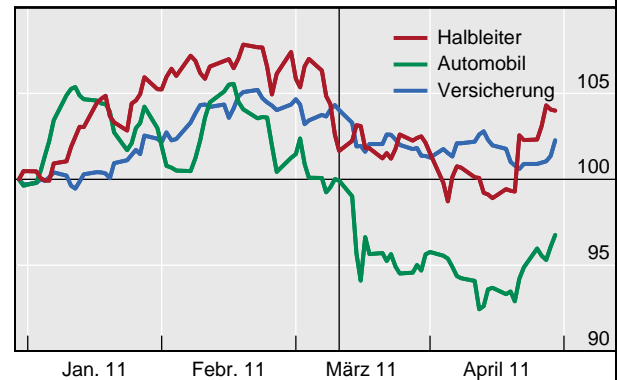
## MSCI-Aktienindizes

Landeswährung; Ende Dezember 2010 = 100

### Nach Region



### Globale Branchenindizes<sup>1</sup>



Vertikale Linie = Datum des Erdbebens

<sup>1</sup> Gegenüber dem Index MSCI Global.

Quelle: Datastream.

Grafik B